

ANOMALIES PADA PASAR MODAL ASIA

2

Kamaludin
Bengkulu University

ABSTRACT

Anomaly phenomena in many stock markets show various research findings. The different research findings are largely dependent on time and method used. Most of Asian Stock Markets are emerging capital markets. The objective of this research are to analyse market anomalies, especially those of weekend effect, turn of the month effect, and turn of the year effect in Asian stock markets. The analysis methods used to test market anomalies are GARCH and ANOVA. The result of this research revealed that anomalies are occurred on weekend effect and turn of the month effect. This research also showed that anomalies on the turn of the year effect were not significant. Anomaly occurred in several condition, in weekend and early of the week, turn of and first the month. Anomaly existed also in several event, such as; independent and religious day.

Keywords: Emerging market, GARCH, ANOVA, market anomaly, weekend effect, turn of the month effect, and turn of the year effect.

PENDAHULUAN

Pada tahun 1970 Fama mengemukakan teori pasar efisien. Pasar efisien menurut Fama adalah suatu pasar dimana harga yang tercipta di pasar sebagai cerminan dari seluruh informasi yang ada di pasar. Sebagai landasan teori tersebut Fama pada tahun 1965 telah menjelaskan "*The Theory of Random Walks*". Teori ini berasumsi dengan harga saham yang random maka tidak mungkin para pelaku pasar dapat memprediksi harga saham dengan tepat di pasar. Pasar efisien juga berasumsi masuknya informasi baru akan segera diantisipasi oleh para pelaku pasar dalam memutuskan keputusan investasinya, sehingga perubahan harga saham akan kembali pada titik keseimbangan. Atas dasar analogi tersebut maka *abnormal return* tidak akan bisa diperoleh. Berdasarkan pembuktian empiris beberapa peneliti ternyata teori ini tidak selamanya dapat dibuktikan. Brown dan Warner (1985) menemukan adanya korelasi keuntungan saham antar waktu dan tidak ditemukan kondisi keuntungan yang *random walks* di pasar. Kritik lain seperti yang dikemukakan Cheung dan Yau (1995) bahwa efek harga terhadap adanya pengumuman informasi laba dan deviden pasar tidak langsung merespon tetapi adanya penundaan (*delay*) beberapa hari dari informasi baru tersebut. Peneliti lain seperti Malkiel (2003) menjelaskan bahwa teori yang dikemukakan oleh Fama bahwa dengan masuknya informasi baru akan segera terkoreksi harga saham tidak selalu benar terjadi. Menurut Malkiel masuknya informasi baru tidak secara otomatis menyesuaikan bahkan adanya penundaan dan disamping itu adanya tindakan tidak rasional dari para investor atau adanya reaksi yang berlebihan dan reaksi lemah atas masuknya informasi baru.

Kontroversi mengenai antara pasar efisien dan tidak efisien dimulai awal tahun 1970-an, yaitu setelah tidak lama Fama mengemukakan teori pasar efisien. Beberapa peneliti saat itu sudah meragukan kesahihan teori yang dikemukakan oleh Fama dan memantapkan teori yang mengatakan dalam pasar efisien harga saham bersifat random atau random walk, karena berdasarkan studinya adanya kecenderungan harga saham mengikuti pola tertentu dengan kata lain terjadi anomali. Masalah yang diajukan dalam penelitian ini adalah apakah bursa di kawasan Asia terjadi anomali pada akhir pekan (weekend effect), pada saat pergantian bulan (turn of the month effect), pada saat pergantian tahun (turn of the year effect) baik pada jam perdagangan dan jam libur perdagangan?

TELAAH LITERATUR

Selama ini ada perbedaan pandangan berkaitan dengan dinamika pasar modal. Perbedaan pandangan memunculkan teori anomali pasar, yaitu suatu teori yang menentang adanya teori pasar efisien dan mengatakan adanya penyimpangan-penyimpangan seperti apa yang digariskan dalam teori pasar efisien atau Efficiency Market. Perdebatan-perdebatan bagi yang menentang teori Efficiency Market mengemukakan teori yang dikenal dengan nama Market Anomalies. Ada empat (4) hal utama yang menyebabkan terjadi perbedaan pandangan antara pasar efisien dengan pasar anomali, empat hal yang menjadi perdebatan tersebut adalah:

1. Anomali yang terjadi pada harga saham di pasar menyebabkan terjadinya abnormal return, sedangkan pasar efisien mengabaikan hal ini.
2. Pegerakan harga pada waktu yang akan datang dapat diprediksi dengan menggunakan kemampuan informasi. Sementara pasar efisien beranggapan harga mengikuti pola random walk sehingga tidak mungkin dapat diprediksi.
3. Terkadang terjadi perubahan harga lebih besar dibandingkan perubahan nilai fundamental. Sementara pasar efisien beranggapan dengan mekanisme pasar dalam pasar efisien akan segera terkoreksi.
4. Masuknya informasi baru tidak langsung direspon oleh pasar atau terjadi penundaan sedangkan pasar efisien beranggapan masuknya informasi baru akan segera direspon oleh pasar.

Dalam teori pasar efisien tidak terlepas terhadap masuknya informasi baru yang akan merefleksikan harga saham. Dalam kenyataannya harga saham tidak dengan cepat merefleksikan semua informasi. Bagi investor yang tidak menguasai informasi (uninformed traders) kesulitan untuk memisahkan antara pengaruh informasi dan tekanan likuiditas dari para investor yang menguasai pasar. Perbedaan dalam penguasaan informasi (assymetry information) dari para pelaku pasar sehingga menyebabkan perbedaan dalam penilaian saham. Teori ini ternyata tidak berlaku secara universal sehingga para ilmuwan mencoba melakukan studi terhadap beberapa penyimpangan-penyimpangan tersebut yang sering dikenal dengan Market Anomalies. Studi-studi yang berkaitan dengan pasar anomali seperti; Monday effect, weekend effect, turn of the month effect dan Januari effect atau turn of the year, dan beberapa bentuk penelitian lain yang berkaitan dengan pasar anomali yang lainnya seperti size firm effect dan sebagainya.

Gibson dan Hess (1981), Smirlock dan Starks (1986) menjelaskan *calendar effect* disebabkan dampak informasi pada hari-hari perdagangan yaitu adanya *weekend effect*. Connolly (1989) menjelaskan bahwa *weekend effect* sangat tergantung pada metode estimasi dan periode sampel dan selanjutnya dijelaskan anomali mulai lenyap pada tahun 1975. Beberapa peneliti lain seperti Foster dan Viswanathan (1990) menyatakan bahwa keuntungan saham cenderung positif di akhir pekan

atau negatif pada awal pekan. *Uninformed* yang sadar bahwa *informed investor* akan menggunakan kelebihan informasi yang diperolehnya selama hari libur akhir pekan akan menunda transaksi sampai pada pertengahan pekan untuk mengamati perilaku *informed investor* sehingga dapat menguak informasi khusus yang mereka miliki. Sementara *informed investor* dengan agresif akan menggunakan informasi privat yang mereka miliki untuk mendapatkan *abnormal return*. Seberapa agresif tergantung umur informasi yang mereka miliki. Semakin pendek umur informasi maka akan semakin agresif strategi investasi yang dilakukan oleh *informed investor*.

Melihat situasi anomali yang menyimpang dari teori efisiensi pasar antara lain; Lakonishok dan Maberly (1990) mencoba mengkaitkan *weekend effect* dengan investor individu dan kelembagaan. Dari studi itu ditemukan bahwa meningkatnya aktivitas perdagangan pada hari Senin oleh investor individu. Dampak hari perdagangan terutama hari Senin atau *Monday effect* disebabkan adanya kecenderungan peningkatan transaksi jual dibandingkan transaksi beli pada hari Senin. Abraham dan Ikenberry (1994) mencoba menegaskan kembali studi Lakonishok dan Maberly di situasi yang sama yaitu di *New York Stock Exchange*. Studi ini mempertegas studi sebelumnya bahwa peningkatan penjualan yang berlebihan oleh investor individual pada hari Senin berdampak berita buruk dalam bursa saham.

Dubois dan Louvet (1996) melakukan studi di beberapa bursa saham utama dunia yaitu di bursa saham Amerika, Kanada, Inggris, Prancis, Australia, Jepang dan bursa saham Hongkong dan Swis. Hasil studi menunjukkan kecenderungan keuntungan negatif pada hari Senin dan Selasa, kecuali Amerika Serikat tidak terjadi negatif. Sedangkan Australia keuntungan negatif hanya pada hari Selasa. *Abnormal return* terjadi pada hari Jumat hanya terjadi pada bursa saham Australia, Hongkong dan Swiss. Fenomena ini tidak selalu konsisten pada periode penelitian yang berbeda, hal ini dibuktikan oleh Berument dan Kiyamaz (2001) dan Steeley (2001).

Beberapa hasil studi lain seperti yang dilakukan Chandi (1993) menemukan pola perilaku pembelian saham di dorong oleh informasi *stock highlight*. Informasi sekitar *highlight* ini terkadang membawa tindakan reaksi yang berlebihan (*overreaction*) yang akan mendorong harga saham melampaui kewajaran, sehingga mengakibatkan pembalikan arah harga (*price reversals*). *Price reversals* artinya harga saham yang mengalami kenaikan akan mendadak mengalami penurunan begitu juga sebaliknya. Gejala *overreaction* menurut Xiang, He dan Cao (2002) disebabkan oleh kegiatan *insider trading* yang menyebabkan dampak sesaat dari harga saham. Disamping peneliti di atas Lange dan Rice (2005) mengemukakan tindakan berlebihan ini juga terjadi di *Australian Stock Exchange* yaitu reaksi berlebihan setelah pengumuman deviden.

Berdasarkan fakta-fakta terutama bursa yang tidak efisien dorongan faktor psikologis lebih dominan dibandingkan faktor fundamental perusahaan. Dorongan faktor psikologis seperti munculnya rumor negatif baik di media atau bursa dari salah satu saham yang diperdagangkan di bursa. Informasi seperti itu dapat berdampak terhadap tindakan para pemain bursa untuk melepaskan sahamnya, padahal secara fundamental perusahaan tersebut berkinerja baik. Terkadang rumor di bursa dapat menyebabkan dampak psikologis bagi investor seperti dijelaskan Peterson (2005). Tindakan investor tersebut menurut Peterson ada kaitannya dengan beberapa hal sebagai berikut, yaitu; emosi, perasaan, sikap, *mood* dan preferensi yang dimiliki. Mitchell dan Ong (2006) bahwa *calendar effect* di bursa saham China disebabkan faktor kultural dan struktural (segmentasi) bursa saham China. Faktor fundamental seperti; pengumuman laporan keuangan perusahaan, kenaikan suku bunga, laju inflasi dan beberapa kebijakan yang dikeluarkan pemerintah seperti kenaikan cukai dan bea masuk. Idealnya

ini faktor fundamental yang paling layak untuk dipercaya dan sebagai dasar untuk analisis. Kedua faktor tersebut masing-masing individu mengambil sikap atau tindakan yang berbeda dalam menyikapi suatu informasi baik dari segi waktu, frekuensi dan kuantitas pembelian saham. Dalam beberapa kasus ditemukan adanya investor yang berperilaku berlebihan terhadap suatu informasi, seperti melakukan penjualan saham secara spontan ketika pasar bergerak di luar ekspektasinya atau investor membeli saham yang baru saja mengalami keuntungan tanpa memperhatikan penilaian fundamental dari harga saham tersebut. Adanya fenomena-fenomena di atas beberapa peneliti selanjutnya mencoba mengungkap fenomena lain, yaitu; *turn of the year effect*. Beberapa peneliti melihat adanya anomali setiap adanya pergantian tahun. Penelitian-penelitian tersebut antara lain; Lakonishok dan Smidt (1988), Balaban (1995), Rathinasamy dan Mantripragada (1996), Chen dan Singal (2003), dan Cooper, et al. (2005).

Bursa di kawasan Asia masih tergolong sebagai *emerging market*, seperti di kawasan Timur Tengah seperti bursa *Abu Dhabi Securities Market*, *Iraq Stock Exchange* dan *Tadawul Stock Exchange*. Beberapa bursa di kawasan Asia yang usianya cukup lama seperti *Bombai Stock Exchange*, *Dhaka Stock Exchange*, *Tokyo Stock Exchange*, dan *Philippine Stock Exchange*.

METODE PENELITIAN

Dalam penelitian ini menekankan pada bursa saham di kawasan Asia dengan teknik sampling yang digunakan adalah *judgement sampling*. Sampel yang diambil didasarkan pertimbangan-pertimbangan tertentu sesuai dengan tujuan penelitian. Jadi untuk dapat mewakili pasar di kawasan Asia maka yang memenuhi syarat untuk diteliti adalah sebanyak 15 dari 34 bursa utama masing-masing negara. Penelitian ini menggunakan data harian berupa *composite index* di limabelas bursa saham Asia dari tanggal 1 Juli 1997 hingga 29 Juni 2007. Data-data tersebut diperoleh dari pencatatan yang dipublikasikan oleh situs *web site* resmi masing-masing ke-15 bursa saham tersebut. Selain memperoleh informasi dari situs atau *web site* tersebut informasi juga dapat diperoleh melalui situs *yahoofinance*, *globalfinancialdata*, *econstats*, dan *bloomberg*.

Untuk menjawab *research problem* apakah terjadi anomali pada *weekend effect* bursa saham di kawasan Asia menggunakan model regresi GARCH dan ANOVA. Untuk mengatasi *variance* dari *error* yang tidak konstan (*varying time dependent*) maka digunakan model ARCH (*Autoregressive Conditional Heteroskedasticity*) yang dikembangkan oleh Engel (1982) dan GARCH¹. Sehingga untuk mengetahui *weekend effect* atau efek akhir pekan dalam penelitian ini menggunakan model empiris GARCH yang pernah digunakan oleh Connolly (1989), Kyimaz dan Berument (2001), Lian dan Chen (2004), Koulakiotis (2006) dan Apolinario (2006) sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 D_{1t} + \beta_2 D_{2t} + \beta_3 D_{3t} + \beta_4 D_{4t} + \sum_{j=1}^n \beta_{j+5} R_{t-j} + \lambda_{Qt} + e_t$$

$$e_t \sim iid(0, \sigma^2)$$

R_{it} adalah keuntungan riil pasar di masing-masing bursa saham Asia, D_{jt} adalah variabel *dummy*, nilai 1 jika observasi jatuh pada hari Senin dan 0 selain Senin dan seterusnya, $\hat{\alpha}$ adalah koefisien yang menunjukkan rata-rata keuntungan masing-masing hari, dan e_t adalah *error term*.

Hal yang sama untuk menjawab masalah *turn of the month effect* dan *turn of the year effect* juga menggunakan estimasi GARCH dan ANOVA. Untuk menjawab *research problem* apakah terjadi *turn of the month effect* di bursa kawasan Asia model analisis dirumuskan sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_1 D_{1t} + \alpha_2 D_{2t} + \sum_{j=1}^n \beta_{j-1} R_{t-j} + \lambda_{Qt} + e_t$$

Variabel *dummy* D_{1t} adalah variabel *dummy* yang menyatakan keuntungan pasar periode awal bulan. Variabel D_{2t} adalah variabel *dummy* untuk keuntungan pasar periode akhir bulan, dan D_{3t} adalah variabel *dummy* untuk keuntungan pasar pada periode pertengahan bulan. Sedangkan λ_{Qt} 1 λ . Untuk menjawab *research problem* apakah terjadi *turn of the year effect* bursa saham di kawasan Asia menggunakan model sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D_{2Feb} + \alpha_3 D_{3Mar} + \alpha_4 D_{4Apr} + \alpha_5 D_{5Mai} + \alpha_6 D_{6Jun} + \alpha_7 D_{7Jul} + \alpha_8 D_{8Ags} + \alpha_9 D_{9Sep} + \alpha_{10} D_{10Okt} + \alpha_{11} D_{11Nov} + \alpha_{12} D_{12Des} + \sum_{j=1}^n \beta_{j-1} R_{t-j} + \lambda_{Qt} + e_t$$

D_{jt} adalah variabel *dummy*, nilai 1 jika untuk observasi jatuh pada bulan Februari dan 0 selain Februari, dan seterusnya, α_j adalah koefisien yang menunjukkan rata-rata keuntungan masing-masing bulan. Sedangkan λ_{Qt} adalah variabel volatilitas dengan koefisien λ .

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Keuntungan Pasar Pada Jam Perdagangan dan Jam Libur Perdagangan

Pengertian keuntungan pasar dalam penelitian ini dilihat dari dua sisi, yaitu keuntungan pada saat jam perdagangan dan keuntungan pada jam libur perdagangan. Berdasarkan hasil penelitian dari 15 bursa atau pasar saham di kawasan Asia secara umum keuntungan pasar harian selama periode 1 Juli 1997 hingga 30 Juni 2007 adanya kecenderungan keuntungan yang negatif. Dari 15 bursa saham tersebut, 10 bursa saham mengalami keuntungan negatif pada jam perdagangan. Ada 5 bursa saham yang memperoleh keuntungan positif, yaitu Sri Lanka, Indonesia, Pakistan, China dan Turki. Sebaliknya keuntungan pada jam libur perdagangan semua pasar memperoleh keuntungan positif (lihat tabel 1).

¹ Uji *Heteroskedasticity* apabila ditemukan adanya *heteroskedasticity* maka digunakan model GARCH untuk mengatasi hal tersebut.

Beberapa peneliti juga memperoleh kesimpulan sama di beberapa bursa yang berbeda. Fama (1965) menjelaskan bahwa keuntungan selama jam libur perdagangan lebih tinggi dibandingkan pada jam perdagangan. Stoll dan Whaley (1990) menjelaskan volume perdagangan tertinggi terjadi pada saat pembukaan perdagangan dibandingkan sesi penutupan dengan harga pembukaan yang bervariasi. Baik informasi publik atau privat berakumulasi pada saat sesi penutupan perdagangan pada *of day*, sehingga dampak dari kedua informasi tersebut sangat menentukan pada *of day*. Biasanya akumulasi informasi ini akan berdampak pula pada perdagangan hari berikutnya. Cliff, Cooper dan Gulen (2007) juga menjelaskan bahwa selama jam libur keuntungan positif dan pada jam perdagangan lebih rendah bahkan negatif. Dijelaskan bahwa kondisi seperti itu sebagai dampak dari dorongan pada harga pembukaan yang tinggi yang selanjutnya diikuti penurunan pada sesi pertama perdagangan. Demikian juga apa yang dijelaskan oleh Kelly (2007) bahwa keuntungan selama jam libur di atas keuntungan pada jam perdagangan. Kelly menjelaskan bahwa pada sesi penutupan perdagangan investor yang likuid cenderung untuk tidak melepas diversifikasi portofolionya dan menunggu berita dalam semalam. Oleh karena itu potensi bagi sejumlah investor likuid yang tidak mengambil posisi tersebut pada penutupan perdagangan pada *of day* dan memantapkan posisi pada pagi hari. Dampak keseluruhan bagi investor tersebut, maka keuntungan pada jam perdagangan lebih rendah bahkan negatif dibandingkan jam libur perdagangan.

Tabel 1
Keuntungan Pasar Pada Jam Perdagangan dan Jam Libur Perdagangan
Bursa Saham di Kawasan Asia Periode 1 Juli 1997 s/d 30 Juni 2007

No	Bursa Saham dan Indeks	Keuntungan (%)	
		Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan
1	India, <i>BSE</i>	-0,0527	0,0741
2	Sri Lanka, <i>CSE</i>	0,0263	0,0002
3	Hong Kong, <i>Hangseng</i>	-0,0009	0,0154
4	Indonesia, <i>JKSE</i>	0,0115	0,0006
5	Pakistan, <i>Karachi</i>	0,0009	0,0279
6	Malaysia, <i>KLSE</i>	-0,0133	0,0174
7	Korea Selatan, <i>Kospi</i>	-0,0175	0,0317
8	Jepang, <i>Nikke</i>	-0,0213	0,0194
9	Philippina, <i>PSE</i>	-0,0163	0,0214
10	Russia, <i>RTSI</i>	-0,0001	0,0272
11	Thailand, <i>SET</i>	-0,0599	0,0638
12	China, <i>Shanghai</i>	0,0008	0,0141
13	Singapura, <i>STI</i>	-0,0211	0,0312
14	Taiwan, <i>TWII</i>	-0,0769	0,0764
15	Turki, <i>ISE</i>	0,0553	NA ¹

Sumber : Hasil penelitian dari data diolah, 2007

The Weekend Effect Bursa Saham di Kawasan Asia

Dalam penelitian ini memang menemukan adanya gejala *weekend effect*, anomali *return* pada hari perdagangan memang terjadi tetapi tidak identik antara satu bursa saham dengan yang lainnya. Bahadur dan Joshi (2005) juga menjelaskan dalam penelitiannya di *Nepalese Stock Exchange* terjadi pola yang berbeda dengan bursa saham pada beberapa peneliti sebelumnya. Artinya *weekend effect* tidak hanya terjadi pada hari Jumat tetapi terkadang dimulai satu hari menjelang *weekend* (Kamis) seperti pada bursa saham India, Malaysia, Philipina, Russia, dan Singapura. Sementara anomali *return* negatif konsisten dengan studi sebelumnya yang terjadi pada Senin dan Selasa (lihat tabel 2).

Tabel 2
Weekend Effect di Bursa Saham Kawasan Asia
Periode 1 Juli s/d 30 Juni 2007

Negara, Indeks	GARCH		ANOVA	
	Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan	Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan
	Abnormal Return	Abnormal Return	Abnormal Return	Abnormal Return
India, BSE	Fr(-)	Mo*** Th** Fr*	Mo Fr	Mo*** Th*** Fr***
Sn Langka, CSE	Fr*** Tu(-)*** Mo(-)**	Fr	Fr*** Mo(-)***	Fr
Hong Kong, Hangseng	Mo Fr	-	Fr*** Th(-)***	Tu
Indonesia, JKSE	Fr** Mo(-)	Fr	Fr*** Mo(-)***	Mo(-)
Pakistan, Karachi	-	Tu(-)***	Mo(-)	Tu(-)**
Malaysia, KLSE	Fr Mo(-)*	Th*** Fr***	Fr Mo(-)*	Th Fr
Korea Selatan, KOSPI	Mo(-)*	-	-	-
Jepang, Nikkei	-	-	-	Th
Philipina, PSE	Fr** Mo**	Th*	Fr** Tu**	Mo
Russia, RTSI	Fr**	Th*** Tu**	Fr* We*	Th** We**
Thailand, SET	Fr** Mo(-)**	Fr Mo(-)	Fr*** Mo(-)***	-
China, Shanghai	Th(-)* Mo(-)*	-	-	-
Singapura, Straits Times	Fr	Th*	Fr** Tu(-)**	Th
Taiwan, TWII	Fr Mo(-)* Tu(-)*	Mo(-)	Fr** Mo** Tu*	-
Turki, ISE	Th Mo(-)*	NA ¹	Fr** Tu* Mo**	NA

Sumber : Hasil penelitian dari data diolah, 2007

* Signifikan pada level 10%, ** Signifikan pada level 5%, *** Signifikan pada level 1%

Hasil penelitian ini identik dengan apa yang dicapai oleh Keim dan Stambaugh (1984) di bursa saham *New York*, Jaffe dan Westerfield (1985) di bursa saham utama dunia dan Dubois dan Louvet (1996) di bursa saham utama dunia bahwa *abnormal return* pada hari Jumat diikuti keuntungan negatif pada hari Senin dan Selasa. Perbedaan hasil yang dicapai bahwa *weekend effect* tidak hanya terjadi pada hari Jumat tetapi terkadang dimulai satu hari menjelang *weekend* (Kamis) seperti pada bursa saham India, Malaysia, Philipina, Russia, dan Singapura. *Weekend effect* dan *Monday effect* yang berlaku pada beberapa bursa saham dunia juga terjadi di bursa saham Kawasan Asia. Seperti dijelaskan oleh beberapa studi sebelumnya seperti Lakonishok dan Maberly (1990) bahwa meningkatnya aktivitas perdagangan pada hari Senin oleh investor individu yang kecenderungan peningkatan transaksi jual dibandingkan transaksi beli menyebabkan adanya keuntungan negatif. Disamping itu beberapa investor tidak sempat melakukan pelepasan saham pada hari Jumat.

Fenomena negatif *return* pada hari Senin dan Selasa memang sulit untuk dijelaskan, beberapa peneliti lain juga mencoba menjelaskan hal tersebut. Rogalski (1984) terjadinya negatif *return* pada hari Senin karena tidak adanya perdagangan selama dua hari setelah penutupan perdagangan pada hari Jumat. Lakonishok dan Levi (1982) menjelaskan negatif *return* pada hari Senin karena adanya penundaan dan penyelesaian (*settlement*) transaksi dalam saham dan juga clearing cek. Oleh karena tidak ada perdagangan dan penyelesaian transaksi dua hari di akhir pekan maka investor melakukan tindakan yang dapat memperbaiki kinerjanya.

Tabel 3
Turn of the Month Effect di Bursa Saham Kawasan Asia
Periode 1 Juli s/d 30 Juni 2007

Negara, Indeks	GARCH		ANOVA	
	Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan	Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan
	<i>Abnormal Return</i>	<i>Abnormal Return</i>	<i>Abnormal Return</i>	<i>Abnormal Return</i>
India, <i>BSE</i>	Awal Bin*** Akhir Bin*	Awal Bin*	Awal Bin Akhir Bin	Awal Bin** Akhir Bin**
Sri Lanka, <i>CSE</i>	Akhir Bin**	Awal Bin	Akhir Bin	Awal Bin
Hong Kong, <i>Hangseng</i>	-	Awal Bin**	-	Awal Bin*** Akhir Bin***
Indonesia, <i>JKSE</i>	Awal Bin*** Akhir Bin(-)	-	Awal Bin** Akhir Bin(-)**	-
Pakistan, <i>Karachi</i>	Awal Bin** Akhir Bin(-)	-	Awal Bin** Akhir Bin(-)**	-
Malaysia, <i>KLSE</i>	Awal Bin	-	Awal Bin Akhir Bin(-)	Awal Bin Akhir Bin
Korea Selatan, <i>Kospi</i>	Awal Bin**	-	Awal Bin* Akhir Bin(-)*	Awal Bin** Akhir Bin**
Jepang, <i>Nikkei</i>	-	-	-	-
Philipina, <i>PSE</i>	-	Awal Bin** Akhir Bin(-)	Awal Bin Akhir Bin(-)	Awal Bin Akhir Bin
Russia, <i>RTSI</i>	Awal Bin* Akhir Bin(-)	Awal Bin Akhir Bin(-)*	Awal Bin* Akhir Bin(-)*	Awal Bin* Akhir Bin(-)*
Thailand, <i>SET</i>	Awal Bin***	Akhir Bin(-)***	-	-
China, <i>Shanghai</i>	-	-	-	-
Singapura, <i>Straits Times</i>	Awal Bin***	Awal Bin Akhir Bin(-)	Awal Bin Akhir Bin(-)	Awal Bin** Akhir Bin(-)**
Taiwan, <i>TWII</i>	Awal Bin* Akhir Bin(-)	-	Awal Bin** Akhir Bin(-)**	-
Turki, <i>ISE</i>	Awal Bin Akhir Bin(-)	NA ¹	-	NA

* Sumber : Hasil penelitian dari data diolah, 2007.

* Signifikan pada level 10%, ** Signifikan pada level 5%, *** Signifikan pada level 1%

***The Turn of the Month Effect* di Bursa Saham Kawasan Asia**

Fenomena anomali pergantian bulan walaupun tidak berlaku di seluruh bursa saham di kawasan Asia sudah menunjukkan eksistensi anomali tersebut. Hal ini terbukti dari lima belas bursa saham sebanyak delapan bursa saham menunjukkan adanya anomali tersebut, yaitu: India, Indonesia, Pakistan, Korea Selatan, Russia, Thailand, Singapura dan Taiwan. Sedangkan pada jam libur berlaku pada tujuh bursa saham, yaitu: India, Hong Kong, Korea Selatan, Philipina, Russia, Thailand dan Singapura (lihat tabel 3).

Hasil penelitian ini menguatkan hasil penelitian beberapa studi sebelumnya seperti Ariel (1987), Boudreaux (1995), Pearce (1995), Kunkel, Compton dan Beyer (2003) dan Yuan, Zheng, dan Zhu (2006) yang menjelaskan bahwa keuntungan pada hari-hari disekitar awal bulan cenderung lebih tinggi dibandingkan keuntungan pada hari-hari disekitar akhir bulan.

Dalam penelitian hanya ditemukan adanya anomali *return* pada akhir bulan pada bursa saham Sri Lanka (CSE) dan tidak ditemukan adanya anomali *return* pada pertengahan bulan. Fenomena anomali seperti itu dijelaskan Ogden (1987), bahwa pada awal bulan entitas perekonomian suatu negara lebih banyak dilakukan pada awal bulan, seperti; upah, perhitungan bunga, penyelesaian hutang, dan sebagainya. Memang belum ada peneliti yang secara pasti dapat menjelaskan fenomena pergantian bulan atau tutup bulan di bursa saham, yang menunjukkan adanya *abnormal return* pada saat pergantian bulan.

***The Turn of the Year Effect* Bursa Saham di Kawasan Asia**

Efek pergantian tahun merupakan fenomena adanya sitausi anomali *return* pada saat menjelang pergantian tahun hingga awal pergantian tahun. Di beberapa bursa saham negara maju seperti di Amerika Serikat, Jerman, Inggris, Australia serta beberapa negara maju lainnya yang dilakukan oleh Gultekin (1983) menunjukkan adanya fenomena tersebut.

Hasil penelitian bahwa sebagian besar bursa saham di kawasan Asia dari lima belas bursa saham kawasan Asia *January effect* hanya terjadi di dua bursa saham, yaitu; Pakistan pada jam perdagangan dan Thailand baik pada jam perdagangan maupun pada jam libur perdagangan. Bursa saham yang lain menunjukkan anomali pada bulan yang berbeda-beda. Masing-masing bursa saham di kawasan Asia menunjukkan anomali bulanan yang sangat tergantung pada pasar tersebut berada. Dari hasil penelitian tersebut anomali pada masing-masing bursa saham tersebut adalah sebagai berikut. Pada jam perdagangan adanya negatif *return* pada bulan April terjadi di Jepang, Russia pada bulan Mei, Indonesia bulan Agustus, China pada bulan Oktober. *Abnormal return* pada bulan September hanya terjadi di Sri Lanka. Pada bulan November atau satu bulan menjelang tutup tahun *abnormal return* terjadi di India, Hong Kong, dan Korea Selatan dan *abnormal return* pada bulan Desember atau menjelang tutup tahun hanya terjadi di Turki. Sedangkan pada jam libur perdagangan *return* negatif terjadi di India dan Russia pada bulan Mei, Indonesia pada bulan Agustus dan Singapura pada bulan September. *Abnormal return* pada bulan Februari hanya terjadi di Taiwan (lihat tabel 4).

Kalau kita kaitkan anomali pada bulan-bulan perdagangan ada kaitannya dengan *event* dimana bursa saham tersebut berada. Di bursa Taiwan jika kita amati ada beberapa *event* pada bulan Januari dan Februari atau libur perdagangan yang mempengaruhi aktivitas bursa. Sebelum memasuki bulan februari ada libur dua hari bursa pada pertengahan bulan yaitu libur untuk melakukan penyelesaian transaksi terakhir (*Last Clearing dan Settlement*) sebelum memasuki peringatan *Chinese Lunar New Year* pada pertengahan bulan Januari. Pada bulan Februari ada libur panjang yang dimulai pada tanggal

17 hingga 26 Februari peringatan *Chinese Lunar New Year*, pada akhir bulan ada *event* lagi peringatan *Peace Memorial Day*. Mungkin adanya efek hari libur selama Januari hingga akhir Februari tersebut dapat menyebabkan terjadinya anomali *return* pada awal hingga minggu ketiga perdagangan. Karena setelah libur bursa adanya aksi beli yang cukup signifikan sebagai efek akumulasi informasi selama libur perdagangan. Lin dan Liu (tanpa tahun) menjelaskan adanya *holiday effect* telah berdampak pada produksi, konsumsi dan perilaku ekonomi lainnya di Taiwan.

Anomali *return* negatif di Indonesia (JKSE) pada bulan Agustus baik pada jam perdagangan maupun pada jam libur perdagangan. Sebagaimana kita ketahui pada bulan tersebut merupakan perayaan hari kemerdekaan Republik Indonesia. Pada setiap tanggal 16 Agustus biasanya ada pidato kenegaraan salah satu isinya berkaitan salah satu berkaitan dengan situasi ekonomi makro. Disamping itu di JKSE pada bulan tersebut laporan keuangan perusahaan pada periode enam bulan mulai dipublikasikan dan rumor hal tersebut telah beredar di kalangan investor.

Tabel 4
Turn of the Year Effect di Bursa Saham Kawasan Asia
Periode 1 Juli s/d 30 Juni 2007

Negara, Indeks	GARCH		ANOVA	
	Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan	Jam Perdagangan	Jam Libur Perdagangan
	Abnormal Return	Abnormal Return	Abnormal Return	Abnormal Return
India, BSE	Nov** Dec*	Apr(-)*** May(-)**	Nov Dec	Apr* May
Sri Lanka, CSE	Jun* Sep**	-	Sep** Dec**	Aug(-)*** Dec***
Hong Kong, Hangseng	Apr* Jul** Nov**	-	Nov	Nov
Indonesia, JKSE	Aug(-)**	Jun(-)* Aug(-)*	Dec*** Aug(-)***	-
Pakistan, Karachi	Jan**	-	Jan***	-
Malaysia, KLSE	Jan Dec	-	Jan Dec	-
Korea Selatan, Kospi	Nov*	-	-	-
Jepang, Nikkei	Apr(-)**	-	-	-
Philipina, PSE	-	-	-	-
Russia, RTSI	May(-)** Sep(-)**	May(-)** Aug(-)*	-	-
Thailand, SET	Jan**	Jan** Oct**	Jan	Jan
China, Shanghai	Oct(-)** Jun(-)* Jul(-)*	Jun	-	-
Singapura, Straits Times	-	Sep(-)***	-	-
Taiwan, TWII	-	Feb*** Jun*	-	Feb
Turki, ISE	Dec*** Oct** Apr**	NA ¹	Dec** May** Aug**	NA

* Sumber : Hasil penelitian data diolah, 2007.

* Signifikan pada level 10%, ** Signifikan pada level 5%, *** Signifikan pada level 1%

Beberapa bursa yang lain juga ada beberapa *event* berkaitan dengan libur nasional. Jepang (TSE) pada bulan April ada libur nasional peringatan *Showa Day*. Libur nasional *Showa Day* adalah peringatan kelahiran kelahiran kaisar Hirohito. Beberapa *event* lain seperti di Russia pada bulan Mei baik pada jam perdagangan maupun jam libur perdagangan mengalami negatif *return*, selama bulan Mei ada libur bursa dalam rangka memperingati hari Buruh se dunia pada 1 Mei dan pada 9 Mei memperingati hari kemenangan (*Victory Day*). China (SSE) pada bulan Oktober ada libur selama lima hari bursa memperingati hari nasional China (*National Day*) 1 Oktober hingga 7 Oktober. Anomali *return* di beberapa bursa ada kaitannya dengan libur nasional masing-masing

negara. Dampak dari libur tersebut bisa sebelum libur ataupun setelah libur nasional. Dampak hari libur seperti ini telah dibuktikan oleh Ariel (1990) bahwa tingginya keuntungan sebelum hari libur. Ariel juga menjelaskan *January effect* dampak dari sebelum libur tahun baru. Ogden (1990) juga menjelaskan bahwa adanya *abnormal return* sekitar penutupan bulan dan sekitar penutupan tahun atau bulan Januari. Hal ini sangat beralasan bahwa adanya *abnormal return* yang beragam di masing-masing bursa saham di kawasan Asia tersebut ada kaitannya dengan libur nasional di masing-masing negara. Hal yang sama juga diungkapkan oleh Bahadur dan Joshi (2005) bahwa dampak dari hari libur tersebut suatu fenomena yang terjadi secara umum. Dampak hari libur tersebut pada *return* dimana dampak lebih tinggi setelah hari libur dibandingkan sebelum hari libur.

SIMPULAN

Dalam penelitian ini ditemukan adanya anomali pada *weekend effect*. Anomali pada *weekend effect* terutama terjadi pada jam perdagangan yang meliputi 9 bursa saham. Anomali pada *turn of the month effect* menunjukkan hasil yang signifikan hampir di semua bursa. Pada jam perdagangan anomali terjadi pada 8 bursa saham, sedangkan pada jam libur perdagangan terjadi pada 7 bursa saham. Tidak ditemukan adanya anomali pada *turn of the year effect* di bursa saham kawasan Asia. Anomali pada bulan Januari hanya terjadi di dua bursa saham, yaitu Pakistan pada jam perdagangan dan Thailand baik pada jam perdagangan maupun pada jam libur perdagangan.

Ada beberapa hal berikut yang belum menjadi fokus dalam penelitian ini, mungkin menjadi topik penelitian selanjutnya. Selama jam perdagangan terjadi *negative return* sedangkan pada jam libur perdagangan terjadi *positive return*. Peneliti selanjutnya dapat mengungkap fenomena seperti ini, ada indikasi selama jam perdagangan masing-masing investor berreaksi secara bersamaan untuk menunda portfolio investasi pada keesokan harinya, sehingga berdampak pada keuntungan pada jam libur perdagangan. Pada jam libur adanya penundaan informasi publik dan privat selama 24 jam dan pada keesokan harinya investor melakukan tindakan pembelian untuk mengoptimalkan portfolio investasinya sehingga akan menguatkan indeks di bursa.

Efek pergantian bulan (*turn of the month effect*) dalam penelitian ini terjadi hampir diseluruh bursa Asia. Disarankan bagi peneliti selanjutnya sebaiknya mengeksplorasi penyebab anomali tersebut. Beberapa hal yang dapat diungkap, seperti masalah perilaku investor menjelang awal dan akhir bulan. Orang cenderung lebih banyak memulai kegiatan termasuk investasi dimulai pada awal bulan atau awal tahun. Fenomena anomali di bursa kawasan Asia mulai kurang konsisten, hal ini tergambar dari perbandingan hasil studi ini pada periode yang berbeda terhadap beberapa kasus dengan peneliti lain. Bagi peneliti selanjutnya dalam mengkaji masalah yang sama sebaiknya beberapa anomali di bursa saham dikaitkan dengan *event* (*event study*). Ada dugaan dari hasil penelitian yang dicapai sangat dipengaruhi oleh *event* terutama dalam *monthly effect*, seperti masalah budaya, peringatan ri keagamaan, dan libur nasional lainnya.

REFERENSI

- Abraham A, dan David LI. 1994. The Individual Investor and the Weekend Effect. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29 (2): 263-277.
- Apollnario RMC, Ocktavio MS, Lourdes JS dan Alejandro RC. 2006. Day of the Week Effect on European Stock Markets. *International Research Journal of Finance and Economics: Euro Journal Publishing, Inc*, 2: 53-70.
- Ariel, RA. 1987. A Monthly effect in Stock Returns. *Journal of Financial Economic*, 18: 161-174.
- Bahadur KCF dan Joshi NK. 2005. The Nepalese Stock Market: Efficient and Calendar Anomalies. *Economic Review*, 17: 43-88.
- Balaban E. 1995. *January Effect, Yes!. What About Mark Twain Effect ?*. The Central Bank of The Republic of Turkey Research Departement.
- Boudreaux DO. 1995. The Monthly Effect in International Stock Markets: Evidence and Implications. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 8(1): 15-20.
- Brown, SJ dan Warner JB. 1985. Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies. *Journal of Financial Economics*, 14: 3-31.
- Chandi PR, Peavy JW dan Reichenstein W. 1993. A note on the Value Line Stock Highlight Effect. *The Journal of Financial Research*, 16(2): 171 – 178.
- Chen H dan Singal V. 2001. *What Drives the January Effect*. <http://207.36.165.114/toronto/chen131.pdf>.
- Cheung JK dan Yau J. 1995. Price Effects of Relative Reporting Delay of Same-Day Earnings and Dividend Announcements. *Journal of Financial and Strategic Decision*, 8(1): 21-32.
- Chukwuogor-Ndu C. 2006. Stock Market Return Analysis, Day of the Week Effect, Volatility of Return: Evidence from European Financial Market 1997-2004. *International Research Journal of Finance and Economics*, 1: 112-124
- Cliff M, Cooper MJ dan Gulen H. 2007. Return Differences Between Trading and Non-Trading Hours, Like Night and Day. www.kelly.edu/finance/day_and_night_073107.pdf.
- Cooper MJ, McConnell JJ dan Ovtchinnikov AV. 2005. The Other January Effect. *Journal of Financial Economics*, 82:315-341.
- Dubois M dan Louvet P. 1996. The Day of the Week Effects: The International Evidence. *Journal of Banking dan Finance*, 20: 1463-1484.
- Fama EF. 1965. Random Walk in Stock Market Price. *Financial Analysts Journal*, September-Oktober: 55-59.

- Fama EF. 1970. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(25): 383-417.
- Foster FD dan Viswanathan S. 1990. Variation in Trading Volume, Return Volatility and Trading Cost: Evidence on Recent Price Formation Models. *Journal of Finance*, 48(1):
- Gibsons MR dan Hess P. 1981. Day of the Week Effect and Asset Returns. *Journal of Business*, 54(4): 579-596.
- Gultekin MN dan Gultekin BN. 1983. Stocks Market Seasonality: International Evidence. *Journal of Economics*, 12(4):469-481.
- Jaffe J dan Westerfield R. 1985. The Week-End Effect in Common Stock Returns: The International Evidence. *The Journal of Finance*, 40(2): 433-454.
- Keim DB dan Stambaugh R. 1984. A Further Investigation of the Weekend Effect in Stock Returns. *The Journal of Finance*, 39(3):819-835.
- Kelly MA. 2007. Return in Trading versus Non-Trading Hours: The Difference is Day and Night, *Working Paper*, Lafayette College.
- Kunkel RA, Compton WS dan Beyer S. 2003. The Turn of the Month Effect Still Lives: The International Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 12:207-221.
- Lakonishok J dan Marbel E. 1990. The Weekend Effect: Trading Patterns of Individual and Institutional Investors. *The Journal of Finance*, 45(1):231-243.
- Lakonishok J dan Smidt S. 1988. Are Seasonal Anomalies Real ? A Ninety-Year Perspective. *The Review of Financial Studies*, 1(4): 403-425.
- Lange H dan Rice P. 2005. Australian Dividends-Should They Be Valued Twice?. *U21Global Working Paper: No.015*, December.
- Malkiel BG. 2003. The Efficient Market Hypothesis and Its Critics. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), Winter: 59-82.
- Mitchell JD dan Ong LL. 2006. Seasonalities in China's Stock Markets: Cultural or Structural?. International Monetary Fund. *JEL Classification Number: G11, G14, G15*.
- Ogden JP. 1987. The End of the Month as a Preferred Habitat: A Test of Operational Efficiency in the Money Market. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22: 329-344.
- Pearce DK. 1995. The Robustness of Calendar Anomalies in Daily Stock Return. <http://Seasonal-effects.behavioralfinance.net/holidays/pears95.pdf>.
- Peterson MD. 2005. Buy on the Rumor: Anticipatory Affect and Investor Behavior. <http://www.event-selection.behaviourfinance.net/pete.pdf>.

- Rathinasamy RS dan Krishna M.1996. The January Size Effect Revisited: Is it a Case of Risk Mismeasurement. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, 9(3): 9-14.
- Rogalski RJ. 1984. New Finding Regarding Day of the Week returns over Trading and Non-Trading Periode: A Note. *The Journal of Finance*, 39(5): 1603-1614.
- Said KA dan Chandra W. 2005. *Riset Keuangan Pengujian-pengujian Empiris*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka.
- Smirlock M dan Starks L. 1986. Day of the Week and Intraday Effect in Stock Return. *Journal of Financial Economics*, 17:197-210.
- Steeley JM. 2001. A Note on Information Seasonality and the Disappearance of the Weekend Effect in the UK Stock Market. *Journal of banking dan Finance*, 25:1941-1956.
- Stoll HR dan Whaley RE. 1990. Stock Market Structure and Volatility. *Review of Financial Studies*, 3(1): 37-71.
- Xiang J, He J dan Cao M. 2002. Countinous Overreaction, Insiders Trading Activities and Momentum Strategies. *Journal of Multinational Financial Management*, 2: 429-449.
- Yuan K, Zheng L dan Zhu Q. 2006. Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns. *Journal of Empirical Finance*, 13: 1-23.

Corresponding author:

Kamaludin, email: kamaludin@mm-unib.net